

みずほマーケット・トピック (2018 年 4 月 10 日)

為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～

今月は順当に行けば 15 日までに半年に 1 度の為替政策報告書が公表される。近年になく米国の保護主義志向が強まり、通貨・通商政策の先行きに注目が集まっている中で重要なイベントと位置づけられるため、簡単に見どころを示しておきたい。今回も操作国認定に至る国はないだろうが、円の扱いがどのようになるかは気掛かり。直近 2 回の報告書では実質実効為替相場 (REER) を尺度として「円は長期平均対比で▲20%安い」という事実が指摘されている。この事実は 1 年経った今も変わっていない。日本は「監視リストに入っている国」において、過去 1 年で長期平均からの乖離が解消に向かっていない唯一の国である。普通に考えれば「一段の努力を要する」といった体裁の評価が付与される公算は小さくない。公表直後のファーストリアクションの大小で報告書の重要性を判断すべきではないというのが筆者の基本認識。一連の報告書を踏まえれば「対ドルでの円安が望めそうにない」というのはさほど奇抜な予想ではない。

～揺らぐはずがない保護主義～

貿易戦争懸念の拡大・縮小といった単純な二元論で日々の相場の方向感が決まる地合いが続いている。政府高官が少しでも緊張を和らげるような言動をすればそれになびいて株が買われ、その逆ならば売られ・・・といった地合いがかれこれ 1 か月弱続いている。しかし、保護主義・貿易戦争・反グローバルといった「反リベラルな流れ」に対する懸念を日次の場況レベルで議論するのはあまりにも浅薄と思われる。大統領選挙の前後からトランプ米大統領の言動は一貫している。貿易に関しては保護主義的な姿勢を保ち、金利や為替についてはそれと平仄が合う低金利やドル安を好む発言を繰り返してきた。当然、製造業に従事する層へのアピールにも余念がなく、そのために中国、日本、ドイツといった対米貿易黒字の大きな国を容赦なく批判してきた。そうして、近年の経済成長から置いていかれた「失われた中間層」の票を取り込むことで選挙に勝ったのである。トランプ大統領の最終目標が中間選挙ではなく 2020 年の再選にあるのだとすれば、程度の差こそあれ、保護主義政策という基本線を変えるはずがない。そこが揺らげば再選がおぼつかなくなる。

～為替政策報告書、プレビュー～

今月は順当に行けば 15 日までに半年に 1 度の為替政策報告書が公表される。通常、プレビューはしないが、近年になく米国の保護主義志向が強まり、通貨・通商政策の先行きに注目が集まっている中で重要なイベントと位置づけられるため、簡単に見どころを示しておきたい。為替操作国認定すれすれの立ち位置にあると思われた韓国は先般の自由貿易協定 (FTA) 合意を受けて引き続き監視リストにとどまりそうである。結果、今回も操作国認定に至る国はなく、中国、ドイツ、日本、韓国、スイスの 5 か国が監視リスト (次頁表) に残されるだろう。敢えて言えば、前回報告書で対米貿易黒字の規模を指摘され、外貨準備について「厳格に監視していく (closely monitoring)」と表記さ

れたインドの処遇(具体的には6番目の監視リスト対象国となるかどうか)が注目される。

また、今回、特に気掛かりなのは他ならぬ円の扱いである。為替政策報告書は1年前(2017年4月)の発表以降、実質実効為替相場(REER)を尺度とした場合、「円は長期平均対比で▲20%安い」という事実を2回連続で指摘している。2017年10月の報告書では同じ文脈でユーロも「(長期平均対比)▲4%安い」との事実が指摘

されていたが、周知の通り、過去1年間でユーロは十分すぎるほど上昇しており、長期平均からの乖離は概ね解消されたと見られる。巨大な対米貿易黒字と共に世界最大の経常黒字も擁する国としてドイツが監視リストから除外されることはあり得ないだろうが、通貨価値に関して物言いが付く可能性は低い。一方、円は「▲20%安い」と指摘された状況が昨年から殆ど変わっていない。対米貿易黒字額こそ世界2位から3位に後退

したものの、2017年の経常黒字(21.8兆円)は過去2番目の高水準に増加し、この点はむしろ状況が悪化している。過去の本欄²でも分析したように、日本は「監視リストに入っている国」で過去1年のREERについて長期平均からの乖離が解消に向かっていない唯一の国である(図・下)。普通に考えれば「一段の努力を要する」といった体裁の評価が付与される公算が非常に大きい。

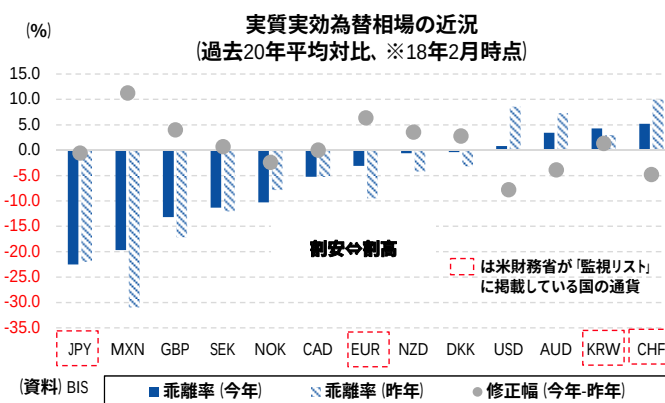
～ファーストリアクションは鈍くても・・・～

近年、為替政策報告書が相場の攪乱材料となったことはあまりない。その都度、注目される文言がそれなりに話題となるが、それを起点として相場が乱高下するようなことはなかった。とはいえ、ファーストリアクションの有無ばかりに目を奪われるのは危険ではないかと筆者は考えている。2017年4月の報告書が出た際、本欄2017年4月17日号「米為替政策報告書の読み方」では「総じて、『これ以上のドル高は米国が政治・経済的に耐えられない』と主張してきた本欄のドル安予想を補強する材料」と述べた。報告書公表後のファーストリアクションはさておき、そこから1年かけてドル全面安は進み、円高も相応に進んだ。昨年4月ないし10月はたまたまシリアや北朝鮮を巡って地政学リスクが高まっているタイミングであり、為替操作国認定が避けられたことをもって「事なきを得

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は17年10月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入	
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比	
中国	357	1.3%	-0.1%	155	-2.7%	
日本	69	3.7%	3.5%	185	0.0%	
メキシコ	69	-1.7%	0.7%	-18	-0.2%	
ドイツ	63	7.7%	0.7%	268	-	
イタリア	29	2.8%	1.4%	51	-	
インド	23	-1.3%	-0.3%	-30	1.8%	
韓国	22	5.7%	-0.3%	84	0.3%	
カナダ	19	-2.9%	-0.2%	-45	0.0%	
フランス	14	-1.0%	0.3%	-26	-	
台湾	14	12.7%	1.5%	70	0.9%	
スイス	13	10.3%	1.3%	69	8.7%	
英国	-1	-5.1%	0.4%	-129	0.0%	
ブラジル	-5	-0.7%	2.9%	-13	2.3%	
ユーロ圏(※)	126	3.0%	0.8%	357	0.0%	

(資料) 米財務省、※米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額は「17年6月までの1年間」を対象としている。



¹ 本欄2018年4月5日号『ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～』をご参照下さい。

² 本欄2018年3月16日号『実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～』をご参照下さい。

た」とする解釈がまかり通っていただけというのが筆者の基本認識である(その意味では現状でもシリアに対する緊張感がにわかに高まっているのが気掛かりではある)。真っ当に考えれば「長期平均対比で▲20%安い」という文言はそれなりに重いものであり、裏を返せば、円安について思うところがなければわざわざ指摘する必要がないものではないか。

ちなみに、米財務省の日本(円)に対する厳格なスタンスはトランプ政権に始まったことではない。2016年(4月・10月)のオバマ政権時に出示された為替政策報告書でも「(日本の政府・財務省は)正常な相場動向を異常と見なして介入を示唆しており、これは承服できない」といった趣旨をほのめかしていた³。米財務省は報告書において円相場に対し辛らつな評価をしがちという傾向がある。なお、報告書に限らず通貨政策という文脈で読み解くならば、2010年1月の一般教書演説でオバマ大統領が輸出倍增計画を打ち上げた時もその直後の反応こそ鈍かったが、その後、約2年間にわたってドル安が進み、ドル/円相場も2011年10月に史上最安値(75.35円)をつけた。米国の通貨政策としてドル安を志向していそうなメッセージが感じ取れた場合、予想は極力、円高方向に寄せた方が無難であるというのが経験則ではないか。現状はそうした局面に該当する。

もちろん、G7の一角である米国が「ドル安にしたい」という明確で具体的な意思表示などするわけがない(逆に通貨高の方向ならばかつてのルービン元財務長官時代のようにそれを標榜することもあり得るが)。しかし、為替政策報告書で示されるニュアンスを汲み取って咀嚼すれば、「少なくとも対ドルでの円安が望めそうにない」というのはさほど奇抜な予想ではない。今回の報告書もファーストアクションとして相場反応が限定的な展開になることはあり得るだろうが、その含意を中長期的に咀嚼した上で中期的な為替相場見通しに落とし込んでいく姿勢を大事にしたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

³ 2016年は円相場の騰勢が続いており、これに対して政府・財務省は異常な動きについてはしっかりと対処する用意がある旨の意思表示を行っていた。だが、同年4月の報告書は、当時の円相場に関し「orderly(秩序立っている)」のか「disorderly(秩序立っていない)」のかを巡って日米の見方が対立したことが注目を浴びた。同年4月の報告書ではわざわざ円相場について「orderly」であるとの評価を付け、話題となった。同年10月の報告書で「orderly」の表現は消えたが、「米財務省はドル/円相場は円滑に機能していると評価している(Treasury assesses that the dollar - yen foreign exchange market has been functioning smoothly)」との表現は見られており、さほどトーンが変わった様子はなかった。オバマ政権時代から米財務省は円相場に対し厳しめの見方をしている。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度(は)高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステッピングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビョウな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～